2026 年 11 月 27 日

证券研究报告•宏观定期报告

宏观周报（11.23-11.27）

新一代通信网建设方案落地，美国核心 PCE 超预期推升加息押注

摘要

- **一周大事记**

国内：个税高增带动财政收入转正，数字经济与通信网规划双双落地。11 月 22 日，沪深北交易所将融资保证金比例下限下调至 80%，并推出创业板做市与降费安排，多维度完善资本市场机制；20 日，数据显示 10 月财政收入受个税高增拉动由降转增，但增值税、企业所得税近乎零增长，反映企业经营修复尚未传导至税收端，后续地方债结存限额提速使用、存量专项债资金持续拨付，年末广义财政支出增速有望继续抬升；24 日，国家数据局发布《数字经济发展“十五五”行动计划》，设定 2030 年数字经济核心产业增加值占 GDP 比重达 12.5%的目标，强调数据要素市场化与全国一体化算力网建设；26 日，工信部等印发《新一代通信网建设实施方案》，明确 2030 年建成“432”框架网络，短期 5G-A 和万兆光网部署有望带动光通信设备需求。

海外：半导体拉动韩国出口走强，美国 10 月 PCE 超预期上行。当地时间 11 月 23 日，数据显示韩国 11 月前 20 天出口同比增长 101.5%，创同期新高，其中半导体暴增 294.4%、占出口比重升至近五成，出口结构集中度持续上升；同日，数据显示欧元区 11 月 PMI 为 52.9，整体维持扩张。德国综合 PMI 创两年半新高、法国综合景气度连续两月收缩，区域结构失衡或制约欧元区经济复苏广度；25 日，数据显示美国 10 月核心 PCE 同比上涨 3.3%，创近一年新高，同日发布的褐皮书警示企业成本压力难消，美联储 12 月加息预期进一步强化；同日，USTR 公布“产能过剩”301 调查结果，拟对华加征最高 20%关税并保留提至 40%的备选方案。该方案虽处于提议阶段，但大幅增加了双边贸易政策的不确定性，短期内或扰动相关企业的订单安排与供应链布局。

- **高频数据：**上游：铁矿石价格周环比上升 1.01%，动力煤价格周环比下降 0.27%，布伦特原油价格周环比上升 0.58%，阴极铜价格周环比下降 8.75%；中游：螺纹钢、水泥价格周环比分别下降 0.11%、0.73%，国际散货船价综合指数周环比上升 0.09%；下游：30 大中城市商品房成交面积周环比上升 4.49%，11 月第三周乘用车日均零售销量同比下降 24%，电影票房收入周环比下降 6.28%，制冷冰箱销量同比上升 13.30%，家用空调销量同比下降 10.49%；物价：蔬菜、猪肉价格周环比分别上升 2.38%、1.08%。出行与交通：一线四城地铁客运量、航班执行数周环比分别下降 19.85%、2.55%。**新兴产业中，**上游：多晶硅、六氟磷酸锂、碳酸锂价格周环比分别下降 2.67%、7.10%、2.68%；中游：DRAM 价格周环比上升 0.44%，NAND 闪存晶圆价格周环比下降 0.20%。

- **下周重点关注：**中国 11 月官方制造业 PMI（周一）；中国 11 月 RatingDog 制造 PMI，韩国 11 月进出口同比、美国 11 月 ISM 制造业指数（周二）；韩国 11 月 CPI 同比、美国 11 月 ADP 就业人数变动（周三）；美国 11 月 28 日当周首次申请失业救济人数、11 月 ISM 非制造业指数（周四）；美国 11 月失业率、非农就业人口变动（周五）。

- **风险提示：**政策落地节奏不及预期，地缘冲突扰动，海外经济超预期波动。

西南证券研究院

分析师：叶凡

执业证号：S1250520060001

电话：010-57631106

邮箱：yefan@swsc.com.cn

联系人：徐小然

邮箱：xuxr@swsc.com.cn

相关研究

1. APEC 峰会凝聚区域合作共识，美联储深化 AI 经济影响研究（2026-11-20）
2. 新兴产业与外需支撑景气，内需修复持续承压——2026 年 10 月经济数据点评（2026-11-18）
3. 政策托底下信用扩张磨底，内生融资需求仍显不足——2026 年 10 月社融数据点评（2026-11-13）
4. 国内货币政策托底预期增强，美国通胀粘性提升加息幅度押注（2026-11-13）
5. 外贸增长的价格权重持续上升——2026 年 10 月贸易数据点评（2026-11-10）
6. 菜价反季节下行压制食品价格，PPI 同比涨幅或逐步见顶——2026 年 10 月通胀数据点评（2026-11-09）
7. 国内央行丰富政策工具组合，美国中期选举扰动市场预期（2026-11-06）
8. 制造业产需景气边际回落，建筑业新订单有所承压——2026 年 10 月 PMI 数据点评（2026-11-02）
9. 国内债市流动性工具落地，美联储维持政策利率不变（2026-10-30）
10. 金融街论坛释放改革信号，日本通胀升温与内需疲弱交织（2026-10-23）

目 录

1 一周大事记.....1

1.1 国内：个税高增带动财政收入转正，数字经济与通信网规划双双落地.....1

1.2 海外：半导体拉动韩国出口走强，美国 10 月 PCE 超预期上行.....3

2 高频数据追踪.....5

3 下周重点关注.....11

1 一周大事记

1.1 国内：个税高增带动财政收入转正，数字经济与通信网规划双双落地

（1）融资保证金下调释放杠杆空间，创业板做市与降费补位

11 月 22 日，经证监会批准，沪深北交易所下调融资保证金比例下限至 80%；同日，深交所就创业板股票做市交易业务细则公开征求意见。沪深交易所与中国结算同步推出一揽子降费安排。三项举措分别从交易杠杆、市场组织和运行成本维度完善资本市场运行机制。

点评：融资保证金方面，保证金比例下限由 100%降至 80%，融资杠杆上限由 1 倍提高至 1.25 倍，自 11 月 30 日起施行。对于存量未了结合约，可重新计算保证金可用余额；对于异常交易者，则从严适用保证金比例和折算率。创业板做市方面，做市机制通过持续提供双边报价，有助于增加订单深度、收窄买卖价差，并在市场波动放大时缓冲大额订单对价格的冲击。降费方面，沪深交易所同步推出配套措施，包括减免机构相关运营配套费用、下调基础设施服务收费，并延续上市及债券相关费用免收政策，进一步降低市场主体运行成本。中国结算则将绿色、科技创新与民营企业公司债（不含可转债）的发行人服务费及债券结算费减免政策延续至 2028 年底。从政策脉络看，此次三项举措与 11 月初部署的资产端工具形成跨期衔接。11 月初监管部门召开两场座谈会后，股票回购增持再贷款自 11 月 4 日起将利率由 1.25%下调至 1%，并由阶段性安排转为常态化实施；互换便利于 11 月 3 日完成第三次操作，参与机构增至 31 家。整体来看，资产端工具着力提高资金可得性，融资端政策适度放宽杠杆约束，交易端举措则进一步改善市场流动性和降低交易成本。短期来看，杠杆空间与交易成本同步放松，有助于推动市场流动性边际改善；中期效果则取决于两融余额的恢复节奏，以及做市商报价能否形成实际的流动性增量。**后续需重点关注征求意见结束后创业板做市细则的正式发布，以及降费措施在 2028 年底到期后的续期安排，这将影响相关稳市工具的常态化实施程度。**

（2）个税高增推动收入同比转正，债券资金落地带动基金支出回升

11 月 20 日，财政部公布 2026 年 10 月财政收支数据。2026 年 1-10 月，全国一般公共预算收入同比增长 4.9%，增幅较 1-9 月收窄 0.2 个百分点；一般公共预算支出同比增长 1.0%，增速与 1-9 月持平。1-10 月，财政收入已实现预算的 88.66%，进度快于去年同期 3.83 个百分点；支出实现预算支出的 75.99%，进度慢于去年同期 0.05 个百分点。

点评：从收入端看，10 月单月财政收入同比增长 3.38%，同比由上月下降转为上升，其中税收收入同比增长 5.87%，涨幅较上月扩大 5.68 个百分点。**分税种看，**个人所得税同比大幅增长 89.51%，涨幅较上月扩大 78.97 个百分点，是当月税收收入回升的主要拉动力。税务总局披露，离岸信托收益征税政策过渡期于 10 月底结束，当月相关税款入库超过 1200 亿元，占当月个人所得税收入（2964 亿元）的四成左右，对个税增速形成明显支撑。相比之下，国内增值税和企业所得税同比均仅增长 0.11%，仍处于零增长附近，反映企业经营和盈利修复尚未充分传导至税收端。证券交易印花税同比下降 33.7%，主要受 10 月股市交投活跃度回落影响。从支出端看，10 月单月财政支出同比增长 0.46%，增速较上月小幅回升。**分项来看，**社会保障和就业、节能环保支出同比分别下降 0.07%和 2.28%，降幅均有所收窄；卫生健康支出同比由降转增至 9.44%，民生类支出整体保持相对稳定。相比之下，科学技术

支出同比由上月增长转为下降 22.91%，是当月回落幅度最大的分项；交通运输支出同比下降 18.38%，降幅较上月扩大 7.58 个百分点，基建相关支出仍显疲弱。**从政府性基金收支看，**10 月单月全国政府性基金预算收入同比由降转增至 9.5%，其中，中央政府性基金收入同比增长 155.8%，成为拉动全国政府性基金收入转正的主要因素。地方政府性基金收入同比下降 5.2%，国有土地使用权出让收入同比下降 8.99%，降幅较上月收窄 14.21 个百分点，改善或主要与去年同期低基数有关。**支出方面，**政府性基金预算支出同比由降转增至 17.16%，一方面受去年同期低基数影响，另一方面与 5500 亿元地方债结存限额在 10 月加快落地有关。值得关注的是，10 月财政存款新增约 1.4 万亿元，在财政收入有所改善、政府债发行放量的背景下，财政资金并未同步转化为实际支出，而是较多滞留在财政账户，反映资金从发行、拨付到形成实物工作量的传导仍存在时滞，年内财政资金形成有效投资的规模或受到一定制约。**往后看，财政存款高位留存为 11-12 月支出提速提供了资金条件，随着 5500 亿元地方债结存限额资金加快使用，以及前期已发行专项债资金陆续拨付，年末广义财政支出增速仍有望进一步改善。**

（3）《数字经济“十五五”行动计划》出台，增加值占经济比重目标上移

11 月 24 日，国家数据局组织实施《数字经济发展“十五五”行动计划》（以下简称《规划》），围绕发展基础、科技创新与产业融合、数实融合、发展环境、要素保障等方面部署重点任务，并明确提出 2030 年数字经济核心产业增加值占 GDP 比重目标。数字经济核心产业占 GDP 比重目标进一步提高，数据要素市场化与算力基础设施建设成为重点发力方向。

点评：《规划》明确，到 2030 年数字经济核心产业增加值占 GDP 比重达到 12.5%。2020 年这一比重为 7.8%，至“十四五”收官的 2025 年已提升至 10.5%以上，超过原定 10%的目标。此次进一步设定 2030 年达到 12.5%的目标，意味着未来数字经济核心产业仍需保持高于整体 GDP 的名义增速，推动产业增加值占比持续提升。行动计划围绕五个方面部署重点任务，发展基础方面将健全数据要素价格形成和收益分配机制置于突出位置，并配套实施“数据流通服务机构能力提升行动”和公共数据开发利用责任制，数据要素市场化改革正从制度框架搭建逐步转向价格形成与收益分配机制的完善。**值得关注的是，**基础设施建设方面提出，在有条件的地区探索数据赋能“六张网”，推动规划协同、标准衔接、运营管理协调和服务联动。这意味着数据要素将进一步嵌入基础设施规划、建设与运营全过程，与前期 6G 试点及“六张网”部署形成软硬协同的政策脉络。其中，“加快构建全国一体化算力网”被列为基础设施建设的核心任务，并与“六张网”规划协同相衔接。**后续需重点跟踪试点地区名单及配套细则的公布、数据要素价格形成机制在“六张网”场景中的具体落地，以及数字经济促进法的立法进展，这些因素将影响数据要素市场化改革向实际产业价值转化的速度。**

（4）新一代通信网建设实施方案印发，明确 2030 年建成“432”框架网络

11 月 26 日，工信部、网信办、发改委联合印发《新一代通信网建设实施方案》（以下简称《方案》）。《方案》明确，到 2030 年建成覆盖完善、性能领先的新一代通信网。按照“432”框架，系统建强基础、空间、国际、融合四张网络，提升全域智能、安全韧性、绿色低碳三项能力，强化产业生态与要素保障两大支撑，推动通信网向空天地海一体化智能底座升级。

点评：网络建设方面，基础网络重点推进 5G-A 规模覆盖、适时开展 6G 建设，开展万兆城市试点并推动国家超高速骨干网络升级；空间网络推动高中低轨卫星协同，加快低轨卫星互联网建设；国际网络优化海陆缆与信息通道布局，增设出入口局，完善海外接入点和数

据中心节点；融合网络推进工业互联网、车联网规模部署，按需建设低空通信网。**从功能定位看，**在国家“六张网”布局中，新一代通信网被定位为“智能化综合性数字信息基础设施”，核心任务是赋能人工智能，为算力调度、智能体协同提供网络支撑。这意味着通信网络的建设重点将从传统的覆盖能力拓展，进一步转向智能化服务能力和场景应用深度，产业链需求也将逐步向算力协同和具体应用场景驱动的结构性机会延伸。**要素保障方面，**《方案》提出加强对基础电信企业服务国家战略、建设网络强国的考核激励，在选址布局、报建审批、环评等环节给予支持，并强化用地用海、频谱、用电等要素保障。**产业层面，**6G 与低轨卫星产业化仍处于早期，短期内 5G-A 和万兆光网的规模部署更具现实拉动效应，有望带动光通信设备、高速光网络器件等领域需求增长。**后续可重点跟踪综合枢纽节点试点名单，以及基础电信企业年度资本开支是否向 5G-A、万兆光网等领域出现结构性倾斜。**

1.2 海外：半导体拉动韩国出口走强，美国 10 月 PCE 超预期上行

（1）韩国：11 月前 20 天出口翻倍，半导体单品类占比逼近五成

当地时间 11 月 23 日，韩国关税厅公布 11 月 1 日至 20 日初步通关数据，出口同比翻倍，创同期历史新高，半导体出口占比逼近五成；年内累计出口额首次突破 1 万亿美元。

点评：总量方面，11 月前 20 天出口 774 亿美元，同比增长 101.5%；进口 503 亿美元，实现贸易顺差 271 亿美元。同期工作日较去年多半天，按工作日调整后，日均出口额同比增长 95.2%，虽低于未调整口径，但仍接近翻倍，表明出口高增并非单纯由日历效应驱动。与 10 月前 20 天相比，出口规模进一步上升。**值得注意的是，**韩国年内累计出口额于 11 月 19 日首次突破 1 万亿美元，成为继美国、德国、中国之后第四个达到这一规模的国家。**结构方面，**半导体出口 384.7 亿美元，同比增长 294.4%，创同期历史新高，占出口总额比重升至 49.7%，较去年同期提高 24.3 个百分点。其他品类表现分化，计算机外设（含固态存储设备）同步高增，延续 AI 算力产业链的景气；汽车出口则下降 5.6%，与半导体形成鲜明对比。**分区域看，**对华、对美出口分别增长 145.6%和 142.7%，两地合计占出口总额近半，出口目的地集中度亦有所上升。**总体来看，韩国出口增长呈现明显的结构性特征，半导体单一品类贡献近半，出口表现与全球 AI 算力产业链资本开支的关联度显著提高，而汽车等传统出口品类仍然承压，反映出外需内部的分化。出口结构集中度上升，也意味着韩国出口对科技投资周期的敏感度进一步增强。后续需重点关注半导体出口占比及汽车出口表现，以判断本轮出口高增长能否延续，以及出口增长能否从半导体向更多传统品类扩散。**

（2）欧元区：11 月 PMI 初值维持扩张，德法分化凸显区域结构失衡

当地时间 11 月 23 日，标普全球公布欧元区及主要成员国 11 月 PMI 初值。11 月欧元区制造业 PMI 初值 52.9，高于前值 52.7，连续处于扩张区间；综合 PMI 持平于 51.7，服务业 PMI 回落至五个月低位。整体经济维持温和扩张，但制造业与服务业景气走势分化，德国与法国综合 PMI 差距扩大至六年来最高。

点评：欧元区整体扩张，但增长动能的行业和区域分布并不均衡。制造业 PMI 继续回升，新订单总量延续增长，但出口订单增速放缓，服务业景气度则降至五个月低位，反映制造业扩张尚未充分转化为区域经济的广泛复苏。**德国方面，**制造业 PMI 初值升至 55.0，高于前值 54.2，综合 PMI 升至 55.0，为 2022 年 3 月以来最高，服务业也同步处于扩张区间。制造业订单改善是本轮经济回升的主要动力，设备与机械制造业受国防及人工智能相关投资需

求带动，工业活动明显回暖；与此同时，服务业景气度同步改善，表明经济复苏正由制造业向其他部门扩散。但当前增长仍较依赖工业订单和财政投资支出，服务业就业改善相对滞后，经济复苏的广度和持续性仍需观察。**法国方面，**制造业 PMI 初值降至 47.9，低于前值 49.5，制造业产出指数降至 21 个月低位；综合 PMI 降至 46.2，连续第二个月处于收缩区间。服务业 PMI 虽小幅回升，但仍处于收缩区间，就业岗位连续第七期减少。需求疲弱正逐步向生产和就业端传导，新订单减少压制企业产出，企业用工持续收缩；与此同时，政策及财政前景的不确定性也抑制企业投资意愿，法国经济短期内仍面临较大下行压力。**整体来看，欧元区经济虽维持扩张，但德法景气差距扩大也反映出欧元区内部经济周期和增长动能的分化。后续需关注德国设备与机械订单的持续性，以及法国新订单和产出能否止跌；若法国经济持续收缩、德国制造业扩张未能进一步带动就业和内需改善，欧元区四季度经济增长仍面临下行风险。**

（3）美国：10 月核心 PCE 超预期，褐皮书显示成本压力未消退

当地时间 11 月 25 日，美国 10 月 PCE 物价指数公布，同日美联储发布 11 月褐皮书。前者是 12 月 8-9 日议息会议前最后一份关键通胀数据，后者从企业调研层面反映成本变化与定价行为，为判断通胀走势提供微观佐证。

点评：10 月整体 PCE 同比上涨 3.8%，符合预期，环比上涨 0.3%，较 9 月的 0.5%回落；核心 PCE 同比上涨 3.3%，高于预期的 3.2%和前值的 3.1%，创 2023 年 11 月以来新高，环比上涨 0.3%，连续第三个月维持这一增幅。同期个人收入环比增长 0.7%，实际个人消费支出基本持平，储蓄率升至 4.1%，反映居民收入增长尚未转化为实际消费扩张。核心通胀仍显著高于美联储 2%的政策目标，表明通胀回落进程仍有反复，尤其是核心分项尚未出现明显降温。褐皮书进一步揭示了企业端的成本压力。12 个辖区中，8 个报告经济活动温和增长，4 个基本持平，消费者支出整体变化不大。价格方面，整体涨幅维持温和，但能源、运输、医疗、保险及关税等成本压力持续存在，原材料、金属、货运和进口商品价格也推高企业运营成本。值得注意的是，投入成本上涨普遍快于销售价格，企业受市场竞争和消费者价格敏感度制约，难以完全向终端转嫁成本，并预计未来数月费用和售价仍将继续上涨。就业整体小幅增加，工资和福利温和上涨，劳动力成本尚未出现明显加速。**综合来看，PCE 从统计层面显示核心通胀黏性，褐皮书则从企业经营层面反映成本压力仍在，但成本向终端价格的传导受到一定约束。两项数据共同指向通胀回落仍面临阻力，强化了市场对美联储 12 月继续加息的预期，但实际政策幅度仍取决于后续经济数据。后续重点关注 12 月 4 日公布的 11 月非农就业报告，以及企业成本转嫁压力是否进一步反映在终端价格中。**

（4）美国：公布“产能过剩”301 调查结果，对华拟议税率衔接贸易休战框架

当地时间 11 月 25 日，美国贸易代表办公室（USTR）公布所谓“产能过剩”301 调查结果及拟采取措施，拟对中国商品加征最高 20%的额外关税，部分商品适用 10%税率或予以豁免。措施尚处提议阶段，最终税率、适用清单及实施时间仍待公众意见征询和听证程序后确定。

点评：本轮措施的法律背景是 2026 年 2 月 20 日美国最高法院裁定《国际紧急经济权力法》（IEEPA）未授权总统征收相关大规模关税，此后美国关税政策转向《1974 年贸易法》第 301 条等其他法律工具。3 月 11 日，USTR 启动制造业结构性产能过剩 301 调查，涉及中国、欧盟、日本、韩国、越南等 16 个经济体。11 月 25 日，USTR 公布调查结果，认定其中 14 个经济体的相关行为、政策和做法不合理，并对美国商业构成负担或限制。**对华措**

施方面，USTR 拟加征最高 20%的关税，部分商品适用 10%税率或予以豁免；若后续磋商及相关承诺未能达到要求，还提出将税率提高至 40%的备选方案。与 2018 年针对特定产品实施的 301 关税不同，本轮调查以制造业结构性产能过剩为由，覆盖多个经济体，具有更广泛的行业和贸易政策指向。同时，美国对欧盟、日本、韩国等经济体也提出了相应关税安排，反映出其正通过 301 调查将产业政策与贸易谈判相结合，推动贸易伙伴调整相关产业政策。**总体来看，本轮 301 调查为美国对华关税施压提供了新的法律工具，但最终税率和实施时间仍未确定，政策走向取决于后续经贸磋商及相关承诺的执行情况。新增关税尚处提议阶段，对出口企业的直接影响有限，但政策不确定性可能影响企业订单安排、出口报价及供应链布局。后续重点关注 2027 年 1 月 5 日公众意见征询截止日、1 月 25 日听证会，以及中美关税暂停安排能否延续，判断双边贸易摩擦是维持现有框架还是进一步升级。**

2 高频数据追踪

上游：阴极铜、动力煤价格周环比下降，布伦特原油、铁矿石价格上升。截至 11 月 26 日，本周阴极铜、动力煤价格周环比分别下降 8.75%、0.27%，布伦特原油、铁矿石价格周环比分别上升 0.58%、1.01%。

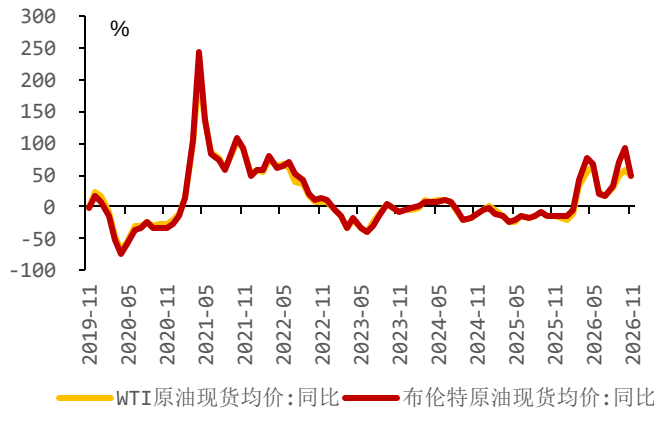
新兴产业中，多晶硅、六氟磷酸锂、碳酸锂价格周环比下降。截至 11 月 26 日，本周多晶硅、六氟磷酸锂、碳酸锂价格周环比分别下降 2.67%、7.10%、2.68%。

表 1：上游高频数据周度、月度变化

高频数据跟踪：上游							
周度变化	高频数据指标	最近更新日期	本周均值	上周均值	本周环比增速	上周环比增速	
	现货价:布伦特DTD:原油(美元/桶)	2026-11-26	93.16	92.62	0.58%	-0.20%	
	现货价:WTI原油(美元/桶)	2026-11-26	82.33	85.01	-3.15%	-3.18%	
	期货结算价(活跃:成交量):铁矿石(元/吨)	2026-11-26	656.88	650.30	1.01%	-4.24%	
	期货结算价(活跃):阴极铜(元/吨)	2026-11-26	91205.00	99954.00	-8.75%	-5.10%	
	平仓价:动力煤:山西优混(5500):秦皇岛(元/吨)	2026-11-26	1004.25	1007.00	-0.27%	-1.18%	
	南华期货:工业品指数(点)	2026-11-26	3745.41	3803.76	-1.53%	-2.33%	
	RJ/CRB商品价格指数(点)	2026-11-25	367.15	374.62	-1.99%	-3.01%	
	期货收盘价(活跃:成交量):多晶硅(元/吨)	2026-11-26	31927.50	32802.00	-2.67%	-4.89%	
	市场价:六氟磷酸锂:国产(万元/吨)	2026-11-26	8.50	9.15	-7.10%	-0.44%	
	平均价:碳酸锂(99.5%电池级,国产)(元/吨)	2026-11-26	88200.00	90630.00	-2.68%	-0.89%	
月度变化	高频数据指标	最近更新日期	月初至今均值	上月均值	月初至今环比增速	上月环比增速	月初至今同比增速	上月同比增速
	现货价:布伦特DTD:原油(美元/桶)	2026-11-26	94.89	124.81	-23.97%	6.69%	48.53%	91.41%
	现货价:WTI原油(美元/桶)	2026-11-26	87.82	95.65	-8.18%	1.01%	47.47%	57.99%
	期货结算价(活跃:成交量):铁矿石(元/吨)	2026-11-26	667.24	676.47	-1.36%	-5.69%	-14.58%	-13.66%
	期货结算价(活跃):阴极铜(元/吨)	2026-11-26	101247.37	109482.35	-7.52%	0.05%	17.10%	26.98%
	平仓价:动力煤:山西优混(5500):秦皇岛(元/吨)	2026-11-26	1010.32	1017.67	-0.72%	5.06%	23.81%	37.02%
	南华期货:工业品指数(点)	2026-11-26	3863.54	4086.41	-5.45%	-1.43%	9.94%	15.40%
	RJ/CRB商品价格指数(点)	2026-11-25	381.93	414.69	-7.90%	-1.29%	26.84%	38.88%
	期货收盘价(活跃:成交量):多晶硅(元/吨)	2026-11-26	33511.84	35514.41	-5.64%	-4.00%	-37.83%	-31.87%
	市场价:六氟磷酸锂:国产(万元/吨)	2026-11-26	9.26	11.24	-17.62%	-3.89%	-39.24%	33.03%
	平均价:碳酸锂(99.5%电池级,国产)(元/吨)	2026-11-26	90978.95	104758.82	-13.15%	-25.06%	5.23%	39.14%

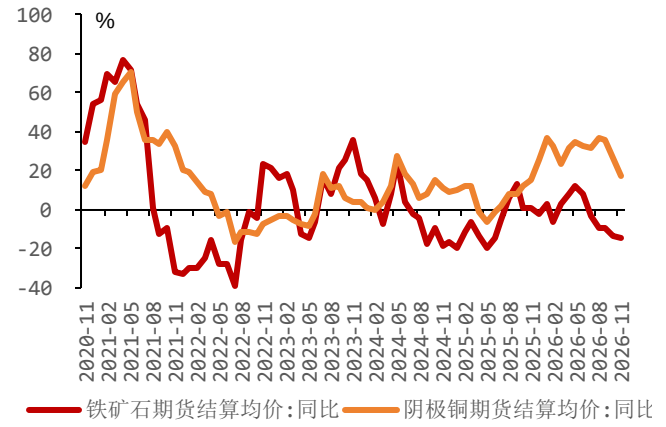
数据来源：ifind、西南证券整理；注：较前值下降为绿底色、上升为红底色、持平为黄底色，大于 0 为红色字体、小于 0 为绿色字体

图 1：布伦特原油、WTI 原油现货均价同比涨幅收窄（更新至 11 月 26 日）



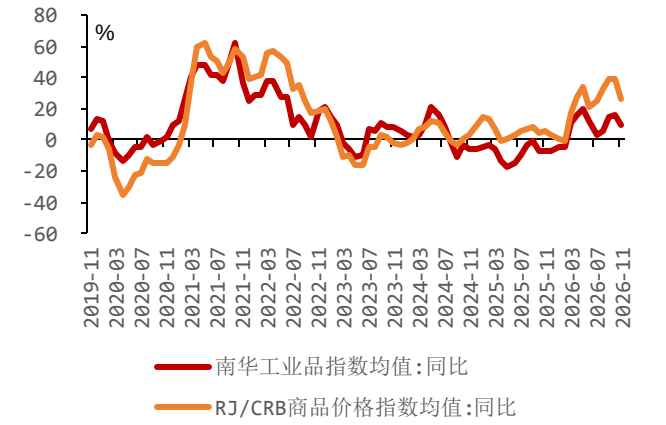
数据来源：ifind、西南证券整理

图 2：铁矿石期货结算均价同比降幅扩大，阴极铜期货结算均价同比涨幅收窄（更新至 11 月 26 日）



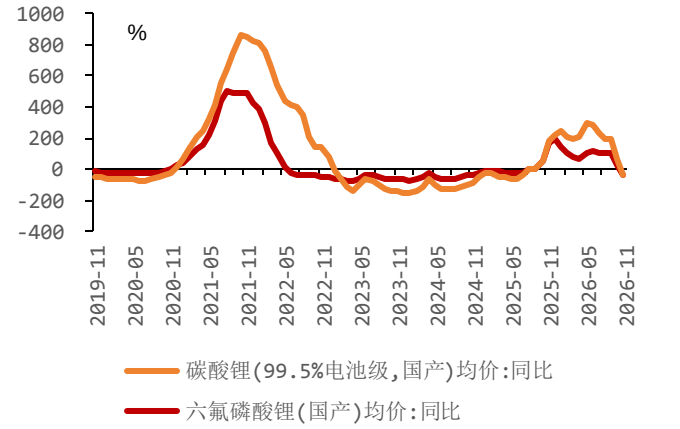
数据来源：ifind、西南证券整理

图 3：南华工业品指数、RJ/CRB 商品价格指数同比涨幅收窄（更新至 11 月 25 日、11 月 26 日）



数据来源：ifind、西南证券整理

图 4：六氟磷酸锂均价同比由增转降，碳酸锂均价同比涨幅收窄（更新至 11 月 26 日）



数据来源：ifind、西南证券整理

中游：螺纹钢价格、水泥价格周环比下降。截至 11 月 26 日，本周螺纹钢价格、水泥价格周环比分别下降 0.11%、0.73%。

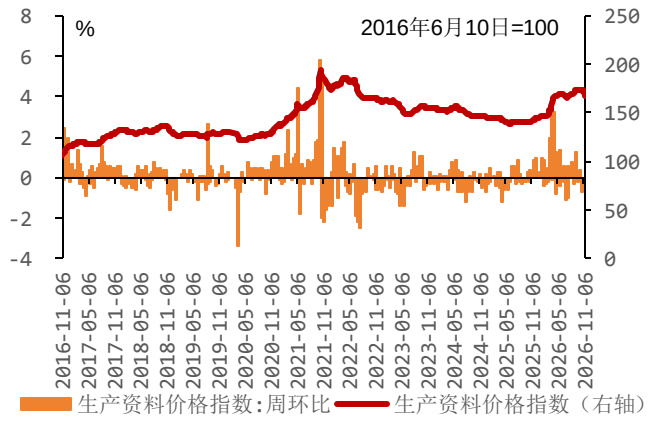
新兴产业中，NAND 闪存晶圆价格周环比下降，国际散货船价综合指数、DRAM 价格上升。截至 11 月 16 日，本周 NAND 闪存晶圆（512Gb TLC）价格周环比下降 0.20%；截至 11 月 25 日，本周国际散货船价综合指数（BPI）周环比上升 0.09%；截至 11 月 26 日，本周 DRAM（DDR5 16Gb）价格周环比上升 0.44%。

表 2：中游高频数据周度、月度变化

高频数据跟踪：中游								
周度变化	高频数据指标	最近更新日期	本周均值		上周均值	本周环比增速/增减	上周环比增速/增减	
	生产资料价格指数（点）	2026-11-20	166.90		170.48	-2.10%	-0.70%	
	开工率:PTA装置（%）	2026-11-26	75.81		76.21	-0.40百分点	4.68百分点	
	开工率:高炉:全国主要钢企（%）	2026-11-25	75.90		76.40	-0.50百分点	-0.60百分点	
	市场价:螺纹钢:HRB400E 20MM:全国（元/吨）	2026-11-26	3267.25		3271.00	-0.11%	-0.88%	
	水泥价格指数:全国CEMPI（点）	2026-11-26	101.78		102.53	-0.73%	-0.23%	
	DRAM指数（点）	2026-11-24	4483.10		4496.09	-0.29%	-0.16%	
	NAND指数（点）	2026-11-24	2671.65		2751.33	-2.90%	-1.12%	
	现货平均价:DRAM:DDR5 16G(2Gx8)4800/5600（美元）	2026-11-26	60.77		60.50	0.44%	0.48%	
	现货平均价:Wafer:512Gb TLC（美元）	2026-11-16	14.24		14.27	-0.20%	-11.67%	
	国际散货船价综合指数(BPI)（点）	2026-11-25	1062.69		1061.73	0.09%	2.52%	
月度变化	高频数据指标	最近更新日期	月初至今均值	上月均值	月初至今环比增速/增减	上月环比增速/增减	月初至今同比增速/增减	上月同比增速/增减
	生产资料价格指数（点）	2026-11-20	169.69	173.52	-220.74%	18.20%	19.27%	23.36%
	开工率:PTA装置（%）	2026-11-26	74.12	72.11	2.00百分点	-0.72百分点	-0.79百分点	-3.22百分点
	开工率:高炉:全国主要钢企（%）	2026-11-25	76.55	77.00	-0.45百分点	-0.96百分点	-0.47百分点	-1.05百分点
	市场价:螺纹钢:HRB400E 20MM:全国（元/吨）	2026-11-26	3284.32	3315.72	-0.95%	-0.36%	0.89%	2.50%
	水泥价格指数:全国CEMPI（点）	2026-11-26	102.44	100.58	1.85%	6.38%	0.21%	-2.21%
	DRAM指数（点）	2026-11-24	4470.44	4406.85	1.44%	1.36%	176.85%	291.77%
	NAND指数（点）	2026-11-24	2750.18	2924.21	-5.95%	-1.59%	132.76%	243.98%
	现货平均价:DRAM:DDR5 16G(2Gx8)4800/5600（美元）	2026-11-26	60.62	60.19	0.72%	8.43%	161.08%	443.48%
	现货平均价:Wafer:512Gb TLC（美元）	2026-11-16	14.89	18.29	-18.59%	-8.01%	109.20%	345.03%
	国际散货船价综合指数(BPI)（点）	2026-11-25	1044.43	1005.03	3.92%	1.06%	35.65%	32.97%
	中国新造船价格指数（点）	2026-10-31	1159.00	1149.00	0.87%	0.61%	4.79%	3.89%

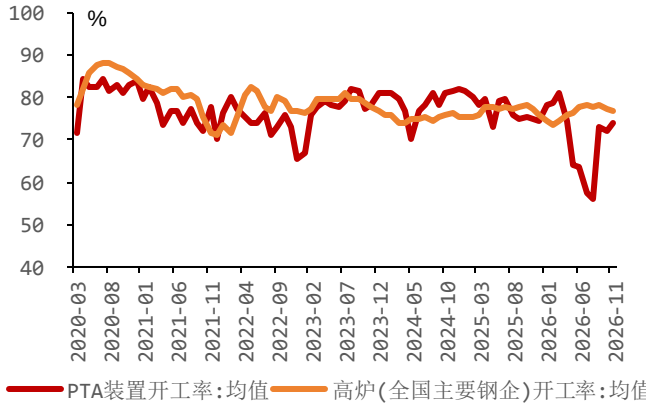
数据来源：ifind、西南证券整理；注：较前值下降为绿底色、上升为红底色、持平为黄底色，大于0为红色字体、小于0为绿色字体。

图 5：生产资料价格指数周环比降幅扩大（更新至 11 月 20 日）



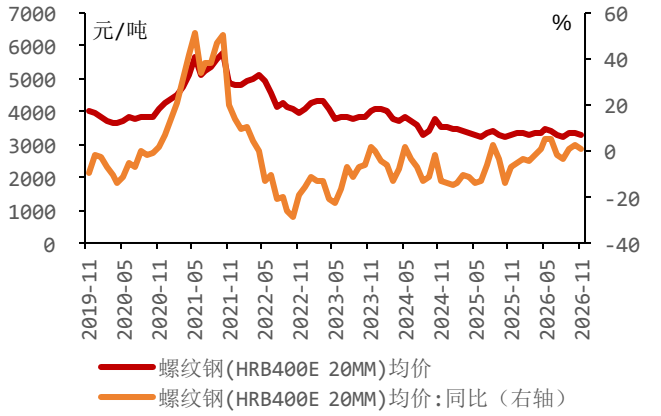
数据来源：ifind、西南证券整理

图 6：PTA 月度开工率边际回升，高炉月度开工率边际回落（更新至 11 月 26 日、11 月 25 日）



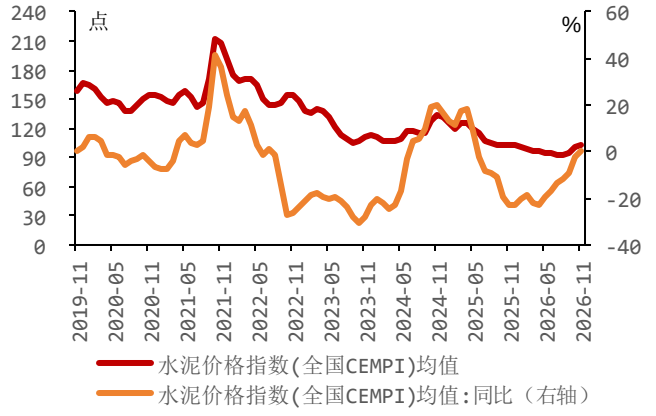
数据来源：ifind、西南证券整理

图 7：螺纹钢均价同比涨幅收窄（更新至 11 月 26 日）



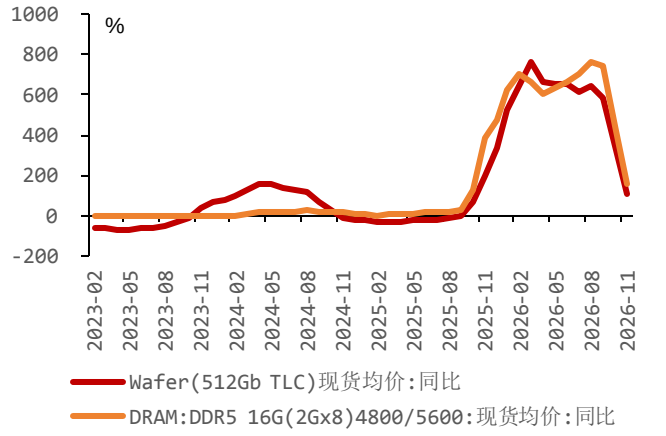
数据来源：ifind、西南证券整理

图 8：水泥价格指数同比由降转增（更新至 11 月 26 日）



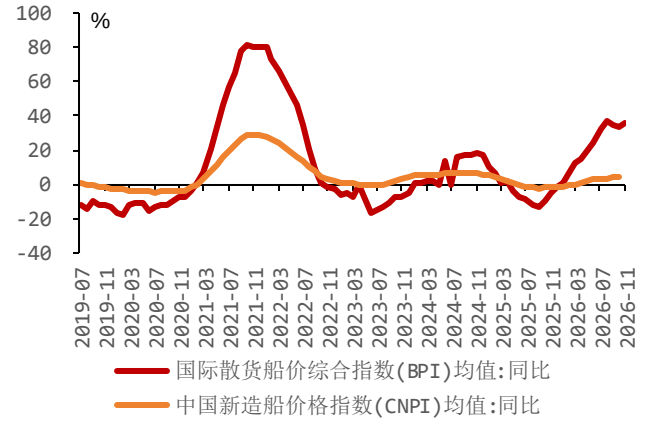
数据来源：ifind、西南证券整理

图 9：NAND 闪存晶圆、DRAM 均价同比涨幅收窄（更新至 11 月 16 日、11 月 26 日）



数据来源：ifind、西南证券整理

图 10：国际散货船价综合指数、中国新造船价格指数同比涨幅扩大（更新至 11 月 25 日、10 月 31 日）



数据来源：ifind、西南证券整理

下游：房地产销售周环比上升，11 月第三周乘用车日均零售销量同比下降。截至 11 月 26 日，本周三线城市商品房成交面积周环比下降 44.90%，30 大中城市商品房成交面积、一线城市商品房成交面积、二线城市商品房成交面积周环比分别上升 4.49%、3.11%、32.31%。11 月第三周，全国乘用车市场日均零售 5.3 万辆，同比去年 11 月同期下降 24%，较上月同期增长 8%。11 月 1-22 日，全国乘用车市场零售 98.4 万辆，同比去年 11 月同期下降 25%，较上月同期下降 1%；今年以来累计零售 1596.2 万辆，同比下降 22%。

表 3：下游高频数据周度、月度变化

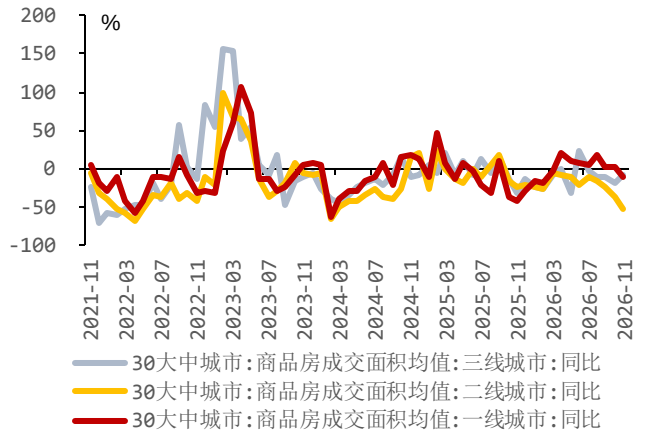
高频数据跟踪：下游							
周度变化		最近更新日期	本周合计值/均值	上周合计值/均值		本周环比增速/增减	上周环比增速/增减
	30大中城市:商品房成交面积（万㎡）	2026-11-26	93.85	89.82		4.49%	13.78%
	30大中城市:商品房成交面积:一线城市（万㎡）	2026-11-26	37.05	35.93		3.11%	34.17%
	30大中城市:商品房成交面积:二线城市（万㎡）	2026-11-26	46.45	35.11		32.31%	5.57%
	30大中城市:商品房成交面积:三线城市（万㎡）	2026-11-26	10.35	18.78		-44.90%	-0.65%
	100大中城市:成交土地占地面积（万㎡）	2026-11-22	1724.46	1153.51		49.50%	0.09%
	100大中城市:成交土地占地面积:一线城市（万㎡）	2026-11-22	55.85	42.37		31.81%	87.99%
	100大中城市:成交土地占地面积:二线城市（万㎡）	2026-11-22	640.27	425.15		50.60%	-12.24%
	100大中城市:成交土地占地面积:三线城市（万㎡）	2026-11-22	1028.34	685.98		49.91%	6.27%
	100大中城市:成交土地溢价率（%）	2026-11-22	6.54	3.20		3.34百分点	1.72百分点
	100大中城市:成交土地溢价率:一线城市（%）	2026-11-22	7.43	0.00		7.43百分点	0.00百分点
	100大中城市:成交土地溢价率:二线城市（%）	2026-11-22	9.57	4.48		5.08百分点	2.32百分点
	100大中城市:成交土地溢价率:三线城市（%）	2026-11-22	3.80	1.39		2.41百分点	0.08百分点
	乘用车:当周厂家零售数量（万辆/天）	2026-11-22	5.30	4.50		8.00%	-12.00%
	全国电影票房收入（亿元）	2026-11-22	1.62	1.73		-6.28%	7.73%
	全国电影票房平均票价（元）	2026-11-22	37.00	36.40		1.65%	1.96%
月度变化	高频数据指标	最近更新日期	月初至今合计值/均值	上月合计值/均值	月初至今环比增速	上月环比增速	月初至今同比增速	上月同比增速/增减
	30大中城市:商品房成交面积（万㎡/天）	2026-11-26	18.78	19.33	-2.80%	-22.25%	-32.91%	-18.57%
	30大中城市:商品房成交面积:一线城市（万㎡/天）	2026-11-26	7.91	8.47	-6.53%	-20.51%	-10.74%	3.70%
	30大中城市:商品房成交面积:二线城市（万㎡/天）	2026-11-26	7.31	7.05	3.69%	-23.50%	-52.00%	-35.67%
	30大中城市:商品房成交面积:三线城市（万㎡/天）	2026-11-26	3.56	3.80	-6.54%	-23.67%	-8.61%	-17.33%
	100大中城市:成交土地占地面积（万㎡/周）	2026-11-22	1690.42	1670.97	1.16%	57.36%	-10.46%	60.76%
	100大中城市:成交土地占地面积:一线城市（万㎡/周）	2026-11-22	51.56	37.05	39.16%	-44.92%	0.71%	-29.07%
	100大中城市:成交土地占地面积:二线城市（万㎡/周）	2026-11-22	551.97	532.30	3.70%	82.40%	9.61%	52.92%
	100大中城市:成交土地占地面积:三线城市（万㎡/周）	2026-11-22	1086.90	1101.62	-1.34%	56.76%	-18.47%	72.37%
	100大中城市:成交土地溢价率（%）	2026-11-22	3.38	2.51	86.63%	-367.63%	-0.87百分点	-0.73百分点
	100大中城市:成交土地溢价率:一线城市（%）	2026-11-22	2.05	7.55	-549.82%	-736.10%	0.33百分点	-2.44百分点
	100大中城市:成交土地溢价率:二线城市（%）	2026-11-22	5.12	2.28	283.92%	-744.51%	3.86百分点	1.11百分点
	100大中城市:成交土地溢价率:三线城市（%）	2026-11-22	1.99	0.45	153.88%	-51.32%	-8.40百分点	-1.63百分点
	乘用车:厂家零售数量（万辆）	2026-11-22	98.40	169.30	-1.00%	5.00%	-25.00%	-25.00%
	新能源汽车:销量（万辆）	2026-10-31	194.00	182.30	6.42%	10.96%	13.12%	13.65%
	家用空调:销量（万台）	2026-10-31	920.06	986.55	-6.74%	-10.71%	-10.49%	-9.36%
	制冷冰箱:销量（万台）	2026-10-31	941.10	914.50	2.91%	6.44%	13.30%	9.68%
	全国电影票房收入（亿元/周）	2026-11-22	1.69	4.97	-65.99%	46.33%	-76.90%	-24.44%
	全国电影票房平均票价（元）	2026-11-22	36.35	36.75	-1.09%	-6.55%	-5.93%	0.62%

数据来源：ifind、西南证券整理；注：较前值下降为绿底色、上升为红底色、持平为黄底色，大于 0 为红色字体、小于 0 为绿色字体，商品房成交面积采用合计值。

终端消费中，电影票房收入周环比下降，平均票价上升。截至 11 月 22 日，本周电影票房收入周环比下降 6.28%，平均票价周环比上升 1.65%。

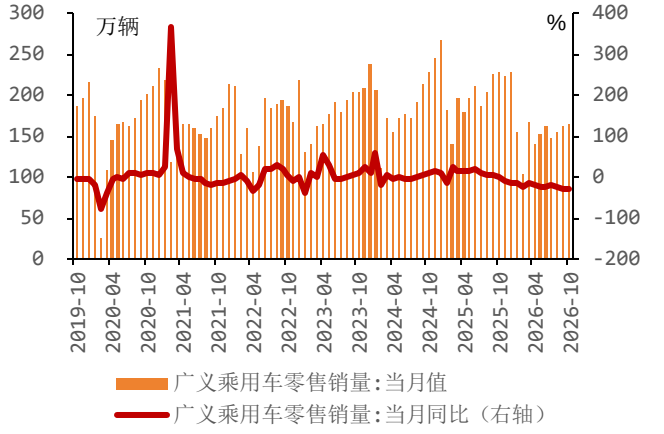
家电中，家用空调销量同比下降，制冷冰箱销量上升。截至 10 月 31 日，家用空调销量同比下降 10.49%，制冷冰箱销量同比上升 13.30%。

图 11：一线城市商品房成交面积同比由增转降，二线城市商品房成交面积同比降幅扩大，三线城市商品房成交面积同比降幅收窄（更新至 11 月 26 日）



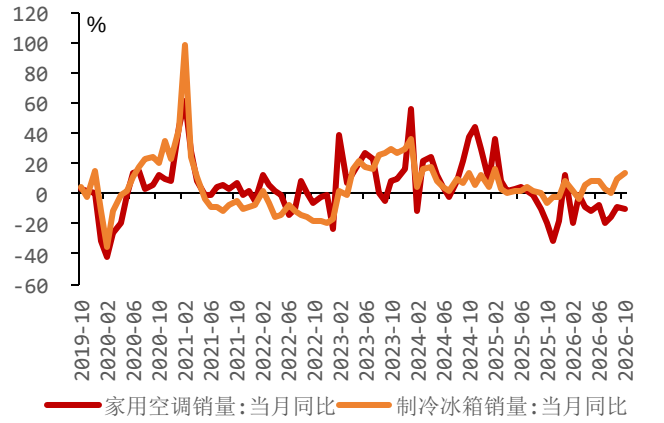
数据来源：ifind、西南证券整理

图 12：广义乘用车月度零售销量同比降幅收窄（更新至 10 月）



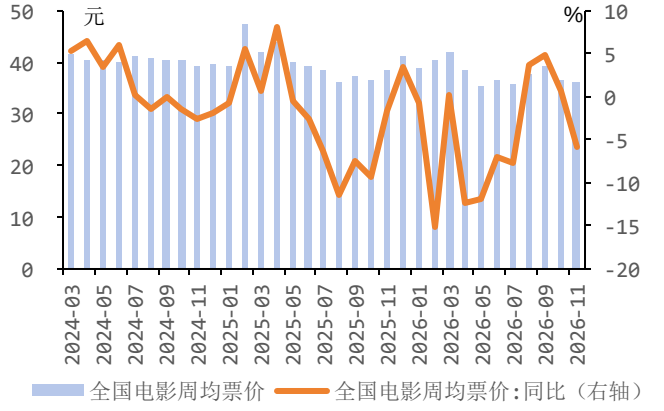
数据来源：ifind、西南证券整理

图 13：家用空调销量同比降幅扩大，冰箱销量同比涨幅扩大（更新至 10 月）



数据来源：ifind、西南证券整理

图 14：全国电影周均票价同比由增转降（更新至 11 月 22 日）



数据来源：ifind、西南证券整理

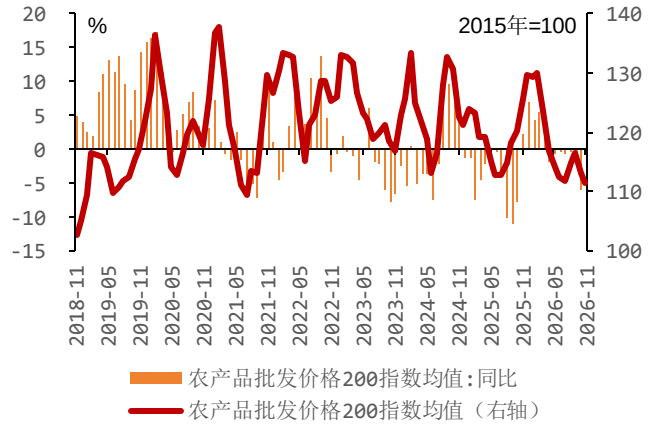
物价：蔬菜、猪肉价格周环比上升。截至 11 月 26 日，本周蔬菜、猪肉价格周环比分别上升 2.38%、1.08%。

表 4：物价高频数据周度、月度变化

高频数据跟踪：物价								
周度变化	高频数据指标	最近更新日期	本周均值		上周均值		本周环比增速	上周环比增速
	农产品批发价格200指数（点）	2026-11-26	112.84		111.79		0.94%	0.63%
	平均批发价:28种重点监测蔬菜（元/公斤）	2026-11-26	4.19		4.09		2.38%	1.54%
	平均批发价:猪肉（元/公斤）	2026-11-26	14.85		14.69		1.08%	-0.34%
月度变化	高频数据指标	最近更新日期	月初至今均值	上月均值	月初至今环比增速	上月环比增速	月初至今同比增速	上月同比增速
	农产品批发价格200指数（点）	2026-11-26	111.58	113.09	-1.34%	-2.96%	-11.12%	-5.99%
	平均批发价:28种重点监测蔬菜（元/公斤）	2026-11-26	4.08	4.21	-3.00%	-8.53%	-28.99%	-19.43%
	平均批发价:猪肉（元/公斤）	2026-11-26	14.82	15.77	-6.05%	-3.40%	-17.38%	-14.13%

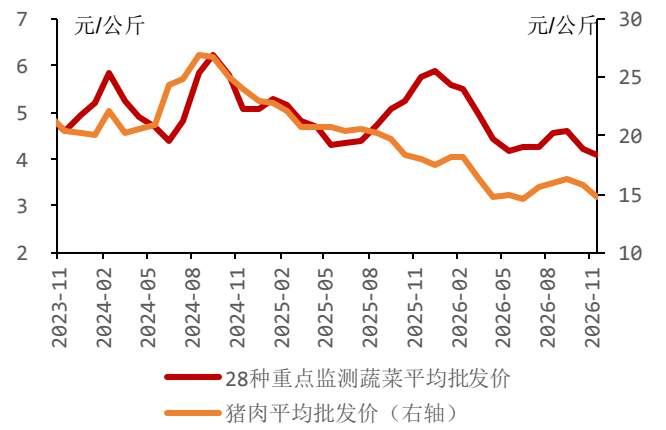
数据来源：ifind、西南证券整理；注：较前值下降为绿底色、上升为红底色、持平为黄底色，大于 0 为红色字体、小于 0 为绿色字体。

图 15：农产品价格指数同比降幅扩大（更新至 11 月 26 日）



数据来源：ifind、西南证券整理

图 16：蔬菜、猪肉均价同比降幅扩大（更新至 11 月 26 日）



数据来源：ifind、西南证券整理

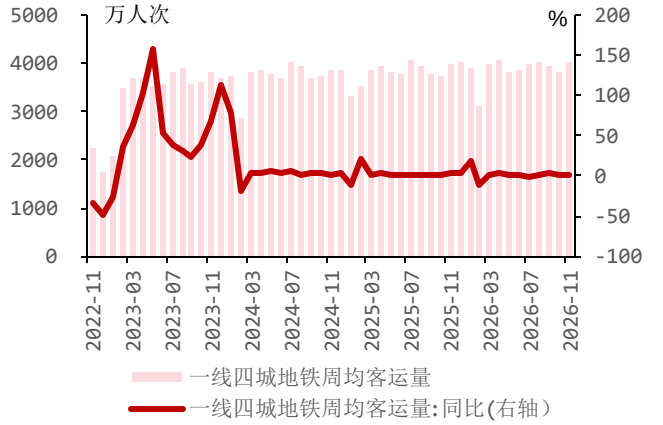
出行与交通：一线四城地铁客运量、航班执行数周环比下降。截至 11 月 22 日，本周航班执行数周环比下降 2.55%；截至 11 月 25 日，本周一线四城地铁客运量周环比下降 19.85%。

表 5：出行与交通高频数据周度、月度变化

高频数据跟踪：出行与交通								
周度变化	高频数据指标	最近更新日期	本周合计值/均值		上周合计值/均值		本周环比增速	上周环比增速
	一线四城地铁客运量（亿人次）	2026-11-25	1.26		1.57		-19.85%	-44.60%
	一线四城高峰拥堵指数（点）	2026-11-26	1.93		1.79		7.81%	-4.22%
	全国迁徙规模指数（点）	2026-11-26	437.19		501.02		-12.74%	-8.89%
	航班执行数（班次）	2026-11-22	13733.57		14092.57		-2.55%	5.27%
月度变化	高频数据指标	最近更新日期	月初至今合计值/均值	上月合计值/均值	月初至今环比增速	上月环比增速	月初至今同比增速	上月同比增速
	一线四城地铁客运量（万人次/天）	2026-11-25	4038.68	3812.59	5.93%	-2.91%	1.10%	2.09%
	一线四城高峰拥堵指数（点）	2026-11-26	1.84	1.76	4.50%	-6.53%	9.33%	4.58%
	全国迁徙规模指数（点）	2026-11-26	481.01	602.27	-20.13%	15.61%	-4.29%	-7.16%
	航班执行数（班次）	2026-11-22	55373.00	61600.71	-10.11%	0.54%	-24.14%	-2.67%

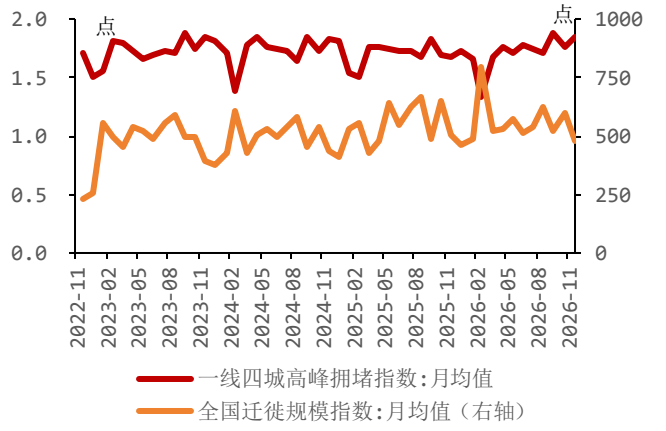
数据来源：ifind、西南证券整理；注：较前值下降为绿底色、上升为红底色、持平为黄底色，大于 0 为红色字体、小于 0 为绿色字体。

图 17：一线四城地铁周均客运量同比涨幅收窄（更新至 11 月 25 日）



数据来源：ifind、西南证券整理

图 18：一线四城高峰拥堵指数同比涨幅扩大，全国迁徙规模指数同比降幅收窄（更新至 11 月 26 日）



数据来源：ifind、西南证券整理

3 下周重点关注

	周一（11.30）	周二（12.1）	周三（12.2）	周四（12.3）	周五（12.4）
中国	11 月官方制造业 PMI	11 月 RatingDog 制造业 PMI	——	11 月 RatingDog 服务业、综合 PMI	——
海外	日本：10 月工业产出同比、环比初值 美国：11 月达拉斯联储商业活动指数	韩国：11 月进出口同比； 欧元区：11 月制造业 PMI 终值 美国：11 月 ISM 制造业指数、物价支付指数、新订单指数、就业指数	韩国：11 月 CPI 同比、月环比 美国：11 月 ADP 就业人数变动，11 月 27 日当周 MBA 抵押贷款申请活动指数周环比	美国：11 月 28 日当周首次申请失业救济人数，11 月标普全球综合、服务业 PMI 终值，11 月 ISM 非制造业指数	欧元区：10 月零售销售同比、环比 美国：11 月失业率，11 月非农就业人口变动

数据来源：华尔街见闻、金十数据，西南证券整理

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 20%以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-20%与-10%之间
	卖出：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-20%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究院

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴 21 世纪大厦 10 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

深圳

地址：深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 22 楼

邮编：518038

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼 21 楼

邮编：400025

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	手机	邮箱
上海	崔露文	上海公募销售主管	15642960315	clw@swsc.com.cn
	张方毅	私募销售主管	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	戴剑箫	销售岗	13524484975	daijx@swsc.com.cn
	叶佳缘	销售岗	15800609605	yejy@swsc.com.cn
	贾文婷	销售岗	13621609568	jiawent@swsc.com.cn
	毛玮琳	销售岗	18721786793	mwl@swsc.com.cn
	张大炜	销售岗	13163027178	zhangdaw@swsc.com.cn
	张怀文	销售岗	18800275611	zhanghuaiwen@swsc.com.cn
	苏湖	销售岗	18913127448	suhu1997@swsc.com.cn
北京	姚航	北京保险销售主管	15652026677	yhang@swsc.com.cn
	张岚	销售岗	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	杨薇	销售岗	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	王宇飞	销售岗	18500981866	wangyuf@swsc.com.cn
	刘艳	销售岗	18456565475	liuyanyj@swsc.com.cn
	李逸凡	销售岗	13906354066	liyf@swsc.com.cn
广深	高欣	广深销售主管	13923418464	gaoxin@swsc.com.cn
	龚之涵	销售岗	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
	文柳茜	销售岗	13750028702	wlq@swsc.com.cn
	林哲睿	销售岗	15602268757	lzr@swsc.com.cn
	黄诗洁	销售岗	18817316880	hsj@swsc.com.cn
	周玥	销售岗	18580531950	zhy1997@swsc.com.cn
	彭志伟	销售岗	15521604635	pzhw@swsc.com.cn